



2009 年 4 月 22 日

食品饮料

业绩回顾

袁霏阳

分析员

yuanfy@cicc.com.cn

审慎推荐

五粮液(000858.CH)

有远虑但无近忧：一季度业绩回顾

主要财务信息

(人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
主营业务收入	7,386	7,329	7,933	9,016	9,798
(+/-%)	15.1	-0.8	8.2	13.6	8.7
主营业务利润	3,213	3,368	3,749	5,024	5,773
(+/-%)	33.1	4.8	11.3	34.0	14.9
净利润	1,170	1,469	1,811	2,782	3,319
(+/-%)	47.9	25.5	23.3	53.7	19.3
每股收益 (元)	0.43	0.39	0.48	0.73	0.87
(+/-%)	47.9	-10.3	23.3	53.7	19.3
每股经营现金流 (元)	0.49	0.44	0.52	0.90	1.04
市盈率 (倍)	38.7	43.2	35.1	22.8	19.1
市净率 (倍)	5.5	6.6	5.5	4.5	3.7
股价/经营现金流	33.9	38.1	32.2	18.5	16.1
EV/EBITDA (倍)	20.0	17.2	16.3	10.4	8.7
净资产收益率 (%)	14.2	15.4	15.9	19.9	19.5
投入资本回报率 (%)	13.9	14.8	15.1	19.6	19.4
股息收益率 (%)	0.4	0.0	0.3	0.5	0.5

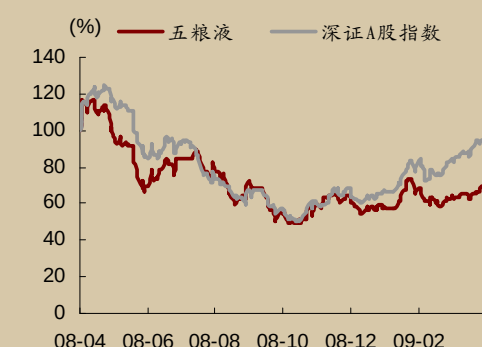
股票信息

A股	
股票代码	000858 CH
当前股价	人民币 16.72
日成交量 (百万股)	59.66
52周最高价/最低价	人民币 29.3/11.69
总市值 (百万元)	63,469
发行股数 (百万股)	3,796
其中：流通股 (百万股)	2,047
主要股东 (持股比例)	宜宾市国有资产经营有限公司 (56.07%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
五粮液	2.0%	9.4%	18.2%	25.3%
深证A股指数	1.2%	13.8%	41.7%	55.0%
中金食品饮料指数	3.2%	15.6%	29.2%	32.9%

52 周估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

一季度业绩未达预期

公司销售增长 8.2%至 33.4 亿元,约占我们全年预测值 37%,逊于预期。考虑到高价酒同比近 20%提价幅度,估计一季度销量有所下滑。毛利率同比提升 6.7 个百分点至 67.4%,主要因为与进出口公司结算价提高所致。费用率及税率基本保持稳定,但因销售增幅未达预期,盈利同比增长 25%至 12.61 亿元,同样逊于预期。一季度盈利约占我们全年预测值 46%,虽低于往年,但考虑到二季度起包装类被收购资产并表将会带来相关利润回流,现有盈利预测仍有望达成。

可预见趋势

1. 公司控量保价政策实施至今,产品一批价格未见回升,表明需求端压力仍未见舒缓。最近一期经销商调研结果显示,1618 和六和液反响平平,公司为此已放开 1618 每省只许一个经销商的限制,并将召集由核心经销商组成的顾问团商讨对策。
2. 银基在港上市暴露出五粮液酒有低价出口之实(经由进出口公司售出),而且数量不菲。这一方面解释了为什么公司在国内市场严格实施控量保价的前提下报表销量并无下降的原因,另一方面五粮液酒高比例低价出口现象使得进出口公司账面盈利可能远不及我们事先想象的那么高,这将削弱公司通过结算价格提高进一步从进出口公司讨回利润的预期。
3. 白酒企业从价消费税税基提高传闻属实可能性较大,敏感性分析显示:从价税若按出厂价 50%税基征收,可影响公司 09 年每股收益 0.09 元,约占我们现有盈利预测的 12%。

估值与投资建议

公司 09 年盈利大幅增长预期不变,主要来自包装类资产收购后的利润回流以及进出口公司间的产品结算价格提升,但 09 年之后的盈利增长压力并未消除。当前股价下,今明两年预测市盈率分别为 22.8 倍和 19.1 倍,如果考虑消费税税基上调而致每股收益存在约 12%的摊薄风险,今明两年预测市盈率水平分别已达 25.6 倍和 21.4 倍,但与可选类公司均值及茅台估值水平相比仍有明显优势,我们由此维持“审慎推荐”评级。

图表 1: 09 年一季度业绩分析

业绩同比				中金评论
(人民币: 百万元)	09年一季度	08年一季度	同比变化	
销售收入	3339	3086	8.2%	销售价格提升但销量下滑
毛利率	67.4%	60.8%	6.7%	
销售税金	229	193	18.6%	得益于高价酒与进出口公司结算价提升
生产成本	1087	1211	-10.2%	
营业费	201	191	5.3%	因销量下滑和原材料成本下降所致
营业费/销售收入	6.0%	6.2%	-0.2%	
管理费	173	156	11.2%	
管理费/销售收入	5.2%	5.0%	0.1%	
营业利润	1659	1351	22.8%	
营业利润率	49.7%	43.8%	5.9%	
所得税率	23.6%	24.8%	-1.3%	
净利润	1261	1008	25.1%	
净利润率	37.8%	32.7%	5.1%	

数据来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 主要盈利假设

(人民币: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E
销售收入	7,329	7,933	9,016	9,798
五粮液	4,938	5,936	6,670	7,475
中低价酒	2,284	1,880	2,239	2,216
销量(吨)	98,000	76,000	81,565	74,559
五粮液	n.a.	n.a.	11,500	11,500
中低价酒	n.a.	n.a.	70,065	63,059
平均单价(元/吨)	74,934	104,658	110,532	131,416
五粮液	n.a.	n.a.	580,000	650,000
中低价酒	n.a.	n.a.	31,950	35,145
毛利率	53.9%	54.4%	66.2%	69.3%
五粮液	72.0%	66.7%	75.0%	78.0%
中低价酒	16.5%	16.7%	20.0%	20.0%
营业费用	783	891	841	858
营业费用率	10.7%	11.2%	9.3%	8.8%
管理费用	498	589	534	555
管理费用率	6.8%	7.4%	5.9%	5.7%
税前利润	2,178	2,399	3,749	4,472
税前利润率	29.7%	30.2%	41.6%	45.6%
所得税率	32.4%	23.7%	25.0%	25.0%
净利润	1,469	1,811	2,782	3,319
净利润率	20.0%	22.8%	30.9%	33.9%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 主要财务指标和盈利预测

(单位: 人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表						
主营业务收入	7386	7329	7933	9016	9798	9776
主营业务利润	3213	3368	3749	5024	5773	5776
营业费用	(1005)	(783)	(891)	(841)	(858)	(828)
管理费用	(472)	(498)	(589)	(534)	(555)	(554)
营业利润	1739	2087	2269	3649	4359	4394
财务费用	50	92	160	100	113	143
税前利润	1786	2178	2399	3749	4472	4538
净利润	1,170	1,469	1,811	2,782	3,319	3,368
每股盈利(元)	0.43	0.39	0.48	0.73	0.87	0.89
每股股利(元)	0.06	-	0.05	0.08	0.09	0.09
现金流量表						
经营活动现金流净额	1336	1666	1973	3428	3936	4041
投资活动现金流净额	(250)	(243)	(106)	(3818)	0	0
融资活动现金流净额	(271)	(148)	(3)	(190)	(292)	(348)
货币资金增加额	815	1275	1865	(580)	3644	3693
货币资金期初余额	1971	2786	4061	5925	5345	8989
货币资金期末余额	2786	4061	5925	5345	8989	12682
资产负债表						
货币资金	2786	4061	5925	5345	8989	12682
应收款项	676	531	602	684	743	742
存货	1508	1806	2077	1753	1811	1883
长期投资合计	26	26	27	27	27	27
固定资产合计	5212	4994	4662	7916	7204	6493
无形资产及其他资产	65	62	61	59	58	56
资产合计	10,334	11,572	13,496	15,927	18,975	22,025
短期借款	-	-	-	-	-	-
应付账款	36	30	38	32	32	31
应付股利	-	-	-	-	-	-
应交税金	1,211	942	828	828	828	828
长期借款	-	-	-	-	-	-
股本	2,711	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796
储备和未分配利润	5,546	5,773	7,584	10,177	13,204	16,224
负债和所有者权益合计	10,334	11,572	13,496	15,927	18,975	22,025

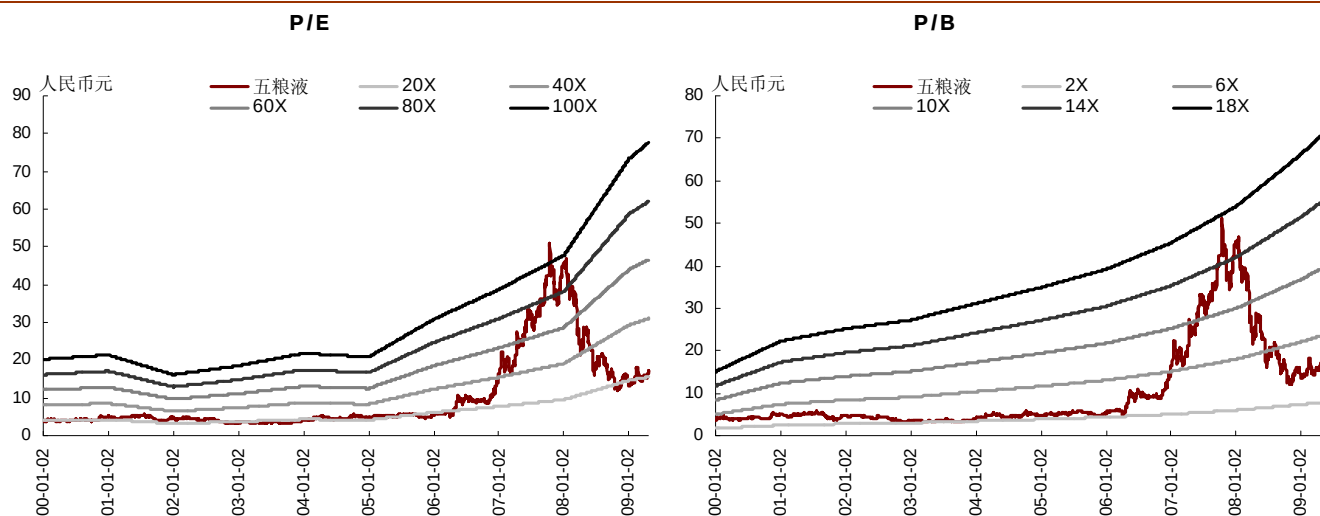
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: A 股覆盖食品饮料公司估值比较

公司 (截至2009-4-21)	代码	投资评级	收入	每股收益	PEG	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
			复合增长率 (08-10 %)	复合增长率 (08-10 %)	2008 PER/08-10 CAGR	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E	2009E	2010E
A股																				
可选消费类																				
贵州茅台	600519.SH	中性	9.5%	12.3%	2.57	31.6	27.2	25.0	10.4	8.0	6.4	33.8	30.3	26.5	0.7	0.9	1.1	21.2	18.1	16.7
五粮液	000858.SZ	审慎推荐	11.1%	35.4%	0.99	35.1	22.8	19.1	5.5	4.5	3.7	15.9	19.9	19.5	0.3	0.5	0.5	16.3	10.4	8.7
张裕A	000869.SZ	中性	7.7%	8.8%	3.35	29.5	27.2	24.9	10.4	9.2	8.1	35.2	33.7	32.5	2.4	2.6	2.8	21.1	19.0	17.4
金枫酒业	600616.SH	中性	n.m.	1.6%	n.m.	27.3	28.5	26.5	6.3	5.5	4.9	23.0	19.4	18.3	1.3	1.3	1.3	19.9	20.0	18.3
古越龙山	600059.SH	中性	10.6%	2.7%	16.41	43.7	38.6	41.4	3.3	3.2	3.1	7.8	8.5	7.6	0.0	2.1	1.9	25.5	22.4	23.2
可选消费类平均			9.7%	12.1%	2.75	33.4	28.8	27.4	7.2	6.1	5.2	23.1	22.4	20.9	0.9	1.5	1.5	20.8	18.0	16.9
低价快消类																				
三全食品	002216.SZ	中性	16.2%	18.8%	2.00	37.6	32.3	26.7	3.6	3.2	2.9	9.7	10.2	11.0	0.0	0.0	0.0	21.0	16.2	12.8
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	1.7%	24.1%	1.21	29.2	24.6	19.0	5.3	4.9	4.4	18.9	20.5	24.1	2.4	2.4	3.2	14.7	12.7	10.5
青岛啤酒	600600.SH	中性	11.9%	26.0%	1.81	47.1	36.3	29.6	5.4	4.9	4.5	11.5	13.6	15.1	1.0	1.3	1.6	18.6	12.5	11.1
燕京啤酒	000729.SZ	中性	13.7%	18.7%	1.81	33.8	28.8	24.0	2.8	2.0	1.9	6.0	6.5	7.4	1.2	1.4	1.7	12.5	10.5	9.4
双汇发展	000895.SZ	中性	10.1%	18.5%	1.69	31.3	24.0	22.3	9.1	7.4	6.3	29.2	31.0	28.5	1.7	2.2	2.3	17.6	13.8	12.5
伊利股份	600887.SH	审慎推荐	7.5%	n.m.	n.m.	n.m.	30.1	23.5	4.4	4.0	3.5	n.m.	13.2	15.0	0.0	0.7	1.1	n.m.	10.3	8.6
光明乳业	600597.SH	回避	5.8%	n.m.	n.m.	n.m.	52.0	38.7	3.7	3.4	3.2	n.m.	6.6	8.2	0.0	0.3	0.7	n.m.	13.2	11.1
低价快消类平均			9.5%	21.2%	1.69	35.8	32.6	26.3	4.9	4.3	3.8	15.1	14.5	15.6	0.9	1.2	1.5	16.9	12.7	10.8
A股覆盖总体平均			9.6%	16.7%	2.08	34.6	31.0	26.7	5.9	5.0	4.4	19.1	17.8	17.8	0.9	1.3	1.5	18.8	14.9	13.3

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 5: 历史市盈率市净率区间



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。